



Researchstudie (Anno)

BHB Brauholding Bayern-Mitte AG



Intakter Kundenstamm gewährt starken Marktzugang nach Ende der Corona-Pandemie

Weiterhin sehr solide Finanzstruktur – Eigenkapitalquote bei 75,6 %

Kursziel: 3,55 € (bisher: 3,80 €)

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 18**

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 05.05.2021 (09:02 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 05.05.2021 (11:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2021

BHB Brauholding Bayern-Mitte AG*5a,11

Rating: Kaufen
Kursziel: 3,55 €
(bisher: 3,80 €)

Aktueller Kurs: 2,84
05.05.2021 / MCH 08:06

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1CRQD6
WKN: A1CRQD
Börsenkürzel: B9B
Aktienanzahl³: 3,10
Marketcap³: 8,80
Enterprise Value³: 10,86
³in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 59,2 %

Transparenzlevel:
m:access

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

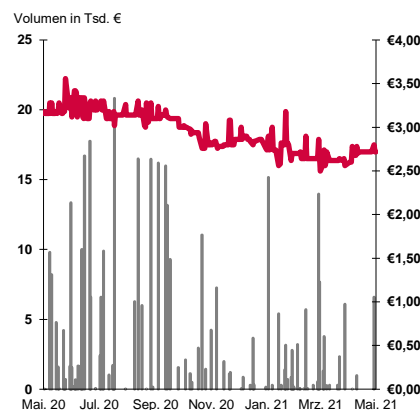
Analysten:

Felix Haugg
haugg@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Unternehmensprofil

Branche: Konsum
Fokus: Bier und alkoholfreie Getränke
Mitarbeiter: 72,8 (Stand 31.12.2020)
Gründung: 1882
Firmensitz: Ingolstadt
Vorstand: Franz Katzenbogen, Gerhard Bonschab



Die geschäftlichen Aktivitäten der BHB Brauholding Bayern-Mitte AG (im Folgenden BHB Brauholding AG) erstrecken sich auf die Wahrnehmung von Verwaltungs- bzw. Holdingfunktionen, während der Kern des operativen Geschäftsbetriebs in ihrer Tochtergesellschaft, der Herrnbräu GmbH, ausgeübt wird. Das Kerngeschäft der Herrnbräu GmbH liegt in der Eigenproduktion und dem Vertrieb von Bieren und alkoholfreien Getränken. Herrnbräu ist eine insbesondere in Bayern sehr bekannte Biermarke. Die Herrnbräu GmbH bietet eine breite Produktpalette von Bieren und alkoholfreien Getränken (unter der Marke „Bernadett Brunnen“) an. Zur Komplettierung ihres Produktangebotes vertreibt sie zudem Getränke anderer Hersteller. Auch wenn die Herrnbräu GmbH ihre Getränke grundsätzlich deutschlandweit vertreibt, ist ihre Geschäftstätigkeit auf die Regionen Ingolstadt, München, Regensburg, Nürnberg und Augsburg konzentriert. Über die 50 %ige Beteiligung an der Herrnbräu Italia S.r.l. (Forlì, Italien) vertreibt die Herrnbräu GmbH zudem ihre Produkte auf dem italienischen Getränkemarkt.

GuV in Mio. EUR / GJ Ende	31.12.2019	31.12.2020	30.12.2021e	30.12.2022e
Umsatz	18,06	13,12	15,30	17,80
EBITDA	2,12	0,91	1,74	1,88
EBIT	0,47	-0,07	0,32	0,48
Jahresüberschuss	0,25	-0,57	0,19	0,28

Kennzahlen in EUR	31.12.2019	31.12.2020	30.12.2021e	30.12.2022e
Gewinn je Aktie	0,08	-0,18	0,06	0,09
Dividende je Aktie	0,06	0,00	0,00	0,04

Kennzahlen	31.12.2019	31.12.2020	30.12.2021e	30.12.2022e
EV/Umsatz	0,60	0,83	0,71	0,61
EV/EBITDA	5,13	12,00	6,24	5,79
EV/EBIT	23,16	neg.	33,94	22,87
KGV	34,66	neg.	46,34	31,44
KBV		0,85		

Finanztermine

02.07.2021: Hauptversammlung
10.08.2021: Halbjahresbericht 2021

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
06.08.2019: RS / 3,80 / KAUFEN
13.05.2019: RS / 3,80 / KAUFEN
09.08.2018: RS / 3,80 / KAUFEN
03.07.2018: RS / 3,80 / KAUFEN
14.05.2018: RS / 3,80 / KAUFEN
09.08.2017: RS / 3,65 / KAUFEN

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 19

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

EXECUTIVE SUMMARY

- Das Geschäftsjahr 2020 war bei der BHB Brauholding Bayern-Mitte AG stark von der Corona-Pandemie geprägt. Dementsprechend musste die BHB einen Gesamt-Getränkeabsatz Rückgang von 21,7% auf 173,2 tHl (VJ: 221,1 tHl) hinnehmen. Folglich reduzierten sich die Brutto-Umsatzerlöse in einer ähnlichen Größenordnung um 27,3 % auf 13,12 Mio. € (VJ: 18,06 Mio. €). Der Hauptgrund für den starken Umsatzeinbruch waren die von der Regierung beschlossenen Hygiene-Regeln, die insbesondere die Gastronomie und Veranstaltungsbranche, zwei sehr wichtige Vertriebskanäle der BHB, hart getroffen haben. Die Gastronomie musste im vergangenen Jahr mehr als vier Monate schließen und konnte sonst nur einen eingeschränkten Service anbieten. Darüber hinaus wurden seit März 2020 alle Fest- und Sportveranstaltungen abgesagt. Zudem ist der Export, verursacht durch die Abschottungsmaßnahmen im März 2020, zeitweise nahezu zum Erliegen gekommen.
- Die Gesellschaft musste trotz strikter Kostendisziplinen einen EBITDA-Rückgang in Höhe von -59,1 % auf 0,90 Mio. € (VJ: 2,11 Mio. €) hinnehmen. Der Umsatzrückgang konnte jedoch durch eine deutliche Kostenreduktion, u.a. Personalaufwendungen, Materialaufwendungen und sonst. Betrieblichen Aufwendungen, teilweise kompensiert werden. Die dazugehörige EBITDA-Marge lag mit 6,9 % (VJ: 11,7 %) ebenfalls deutlich unter dem Vorjahreswert. Mit einem Jahresüberschuss in Höhe von -0,57 Mio. € (VJ: 0,25 Mio. €) hat die BHB Brauholding erstmals ein negatives Nachsteuerergebnis ausgewiesen.
- Das Eigenkapital verblieb trotz des herausfordernden Geschäftsjahres 2020 auf einem unverändert hohen Niveau. Zum Bilanzstichtag am 31.12.2020 belief sich das Eigenkapital auf 10,34 Mio. € (VJ: 10,91 Mio. €), was einer Eigenkapitalquote von 75,6 % (31.12.2019: 75,5 %) entspricht. Die stabile Eigenkapitalquote konnte einerseits durch das umsichtige Handeln in der Corona-Pandemie und einer guten Kostendisziplin sowie durch den Verzicht einer Dividendenzahlung im Jahr 2020 erreicht werden.
- Wir gehen davon aus, dass das Unternehmen auch im Jahr 2021 von der Corona-Krise betroffen sein wird. Jedoch sollten mit einer voranschreitenden Impfquote und mit einer abnehmenden Inzidenzzahl Lockerungen, wie z.B. Öffnung der Gastronomie und Biergärten, beschlossen werden. Sobald es die pandemische Situation zulässt, gehen wir davon aus, dass die BHB Brauholding durch die strategische Ausrichtung des Vertriebes sowie insbesondere von dem weiterhin intakten Kundenstamm im In- und Ausland profitieren kann.
- Die BHB Brauholding erwartet für das Geschäftsjahr 2021 unter Berücksichtigung der weiteranhaltenden Corona-Pandemie ein Gesamt-Getränkeabsatz von rund 191 tHl mit einer Prognosebandbreite von +5%/-5% und Brutto-Umsatzerlöse von mehr als 15,3 Mio. € mit einer Prognosebandbreite von +5%/-5%. Unseres Erachtens handelt es sich hierbei um ein realistisches Szenario. Besonders vor dem Hintergrund der schwer zu prognostizierenden weiteren Entwicklung der Corona-Pandemie und den damit einhergehenden Einschränkungen. Wir erwarten demzufolge Brutto-Umsatzerlöse von 15,30 Mio. € im Jahr 2021, gefolgt von 17,80 Mio. € für das Jahr 2022.
- Nach Ausbruch der Corona-Pandemie im Jahr 2020 wurde zur Wahrung der Liquidität die Dividendenzahlung ausgesetzt. Wir erwarten, dass die BHB Brauholding auch im Jahr 2021 auf eine Dividendenzahlung verzichten wird und die

finanziellen Mittel für das laufende Geschäft und zur weiteren Sicherung der Liquidität verwenden wird. Das Unternehmen dürfte unseres Erachtens nach der Rückkehr zu den nachhaltigen Margen von vor Corona-Zeiten, die gewohnte Dividendenpolitik wieder aufnehmen. Wir erwarten ab dem Jahr 2022 eine Dividendenzahlung von 0,04 € pro Aktie sowie im Jahr 2023 eine Dividendenzahlung von 0,06 € pro Aktie.

- **Die BHB Brauholding ist durch die solide Finanzierungsstruktur, die hohe Produktqualität sowie die strategische Ausrichtung des Vertriebs und dem weiterhin intakten Kundenstamm aus unserer Sicht bestens aufgestellt, um sich nach Ende der Pandemie im herausfordernden Biermarkt zu behaupten. Bedingt durch die niedrigeren Umsatz- und Ergebnisprognosen reduzieren wir unser Kursziel auf 3,55 € (bisher: 3,80 €). Die Kurszielreduktion wird zum Teil durch einen niedrigeren risikolosen Zinssatz von 0,25 % (bisher: 1,00 %) kompensiert. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.**

INHALTSVERZEICHNIS

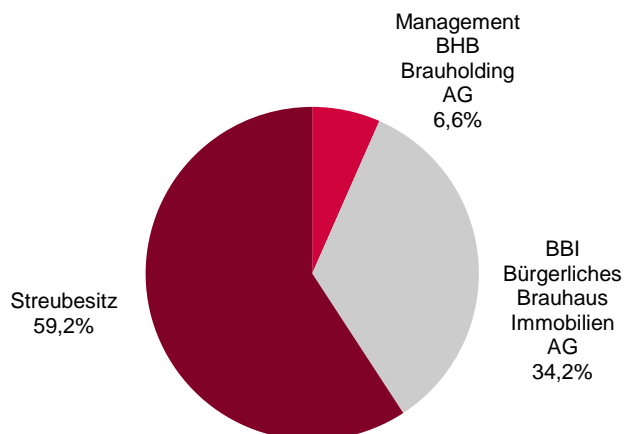
Executive Summary	2
Unternehmen	5
Aktionärsstruktur	5
Konsolidierungskreis	5
Markenportfolio	5
Historie – Qualitätsbrauerei mit langer Tradition	6
Markt und Marktumfeld	7
Unternehmensentwicklung & Prognose.....	8
Kennzahlen im Überblick	8
Geschäftsentwicklung 2020	9
Umsatzentwicklung	9
Ergebnisentwicklung	11
Bilanzielle und finanzielle Situation	13
Prognose und Modellannahmen	14
Umsatzprognosen	14
Ergebnisprognosen	15
Bewertung	16
Modellannahmen	16
Bestimmung der Kapitalkosten	16
Bewertungsergebnis	16
DCF-Modell.....	17
Anhang	18

UNTERNEHMEN

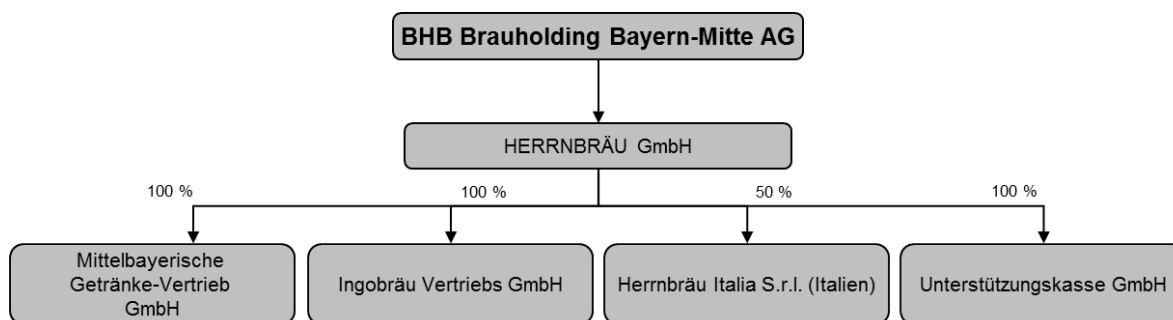
Aktionärsstruktur

Aktionär	Anteil
Management BHB Brauholding AG	6,6%
BBI Bürgerliches Brauhaus Immobilien	34,2%
Streubesitz	59,2%

Quelle: BHB, GBC



Konsolidierungskreis



Quelle: BHB, GBC

Markenportfolio



Quelle: BHB, GBC

Historie – Qualitätsbrauerei mit langer Tradition

Das Unternehmen mit dem Sitz in Ingolstadt produziert Premiumpiere und erhält dafür jedes Jahr zahlreiche Auszeichnungen. In Ingolstadt wurde bereits im Jahre 1516 das weltberühmte „Bayerische Reinheitsgebot“ von Herzog Wilhelm IV. verkündet. Herrnbräu, eine der wichtigsten Marken der BHB Brauholding, reicht mit der verzweigten Geschichte bis auf das Jahr 1527 zurück und zählt zu den traditionsreichsten bayerischen Brauereien.



Bereits 1873 gründeten die Danielbräu und die Herrnbräu Brauerei gemeinsam eine "Actienbrauerei", eine der ersten Aktiengesellschaften Deutschlands überhaupt. 1882 wurde in Ingolstadt eine zweite Aktienbrauerei, das Bürgerliche Brauhaus Ingolstadt gegründet. 1899 fusionierte die Actienbrauerei Ingolstadt mit dem Bürgerlichen Brauhaus Ingolstadt. Heutzutage fokussiert sich der traditionelle bayerische Bierspezialist insbesondere auf Weißbierspezialitäten. Mit Bernadett Brunnen bietet Herrnbräu auch ein breites Sortiment alkoholfreier Getränke an. Seit Juni 1997 ist das mehrere tausend Jahre alte Quellwasser aus tiefem Juragestein als Mineralwasser anerkannt und bildet die Grundlage der Bernadett Brunnen Erfrischungsgetränke.

Als spezialisierte Brauerei setzt die BHB auf die beste Qualität in den Produkten. Als oberster Maßstab zählt hierbei die Zufriedenheit der Konsumenten. Für die Bier-Spezialitäten verwendet das Unternehmen ausschließlich hochwertige und reine Rohstoffe sowie einen eigenen Hefetyp. Das Brauwasser ist Tiefen-Jura-Wasser. Die altbayerische Brauweise mit der offenen Bottichgärung und die original vierwöchige Flaschengärung geben den Weißbierspezialitäten einen einzigartigen Charakter.



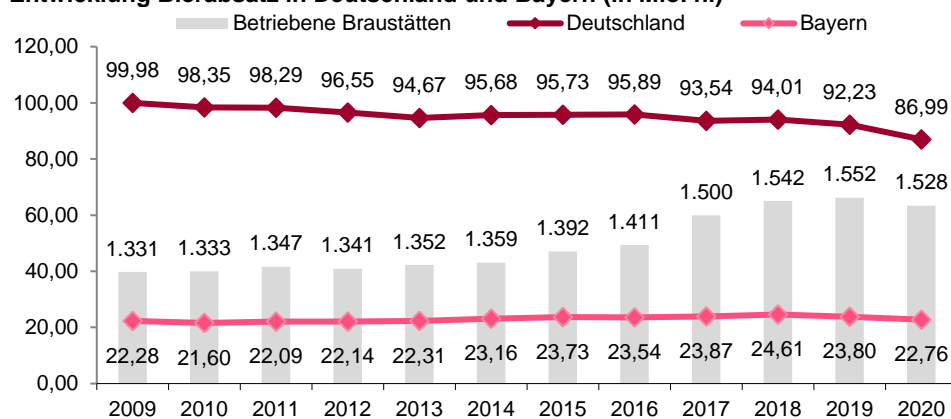
Quelle: Herrnbräu

Weiterhin ist Nachhaltigkeit ein wichtiger Teil der Unternehmensstrategie. Die Umweltverantwortung hat für die BHB als Hersteller von Lebensmitteln einen besonders hohen Stellenwert. Darüber hinaus wird aktiver Umweltschutz betrieben mit einem ökologischen Umweltbewusstsein. Die Traditionsbrauerei versucht Ökologie und Ökonomie stets in einem ausgewogenen Zusammenhang zu halten und es wird ständig an einer Verbesserung der Ökobilanz gearbeitet.

MARKT UND MARKTUMFELD

Der deutsche Biermarkt musste im Jahr 2020, bedingt durch die Corona-Pandemie, einen deutlichen Rückgang verzeichnen. Diese Entwicklung spiegelte sich auch in Bayern wider, obwohl sich das Bundesland in der jüngsten Vergangenheit gegen den rückläufigen Trend durchsetzen konnte. Während sich der Bierabsatz in Deutschland um -5,7% auf 86,99 Mio. hl (VJ: 92,23 Mio. hl) reduziert hat, lag dieser in Bayern um -4,4% auf 22,76 Mio. hl (VJ: 23,80 Mio. hl) unter dem Vorjahreswert. Der Trend der stetig zunehmenden Braustätten in Deutschland konnte sich auch nicht der Corona-Pandemie entziehen und dadurch wurde erstmals seit dem Jahr 2012 ein Rückgang an Braustätten verzeichnet. Im Jahr 2020 waren somit 1.528 (VJ: 1.552) Braustätten am Markt aktiv.

Entwicklung Bierabsatz in Deutschland und Bayern (in Mio. hl)



Quelle: Statistisches Bundesamt

Die Corona-Krise hat das Brauereigewerbe besonders stark getroffen. Durch die Schließung bzw. Reduzierung der Gastronomie und der Volksfeste war der Absatzmarkt von Bier sowie anderen Getränken stark eingeschränkt. Betroffen sind insbesondere die zahlreichen mittelständischen Brauereien, welche auf lokale Absatzmärkte setzen. Darüber hinaus ist im ersten Lockdown im März 2020 der Export von bayerischem Bier aufgrund der nationalen Abschottungsmaßnahmen nahezu vollständig eingebrochen. Zahlreiche Brauereien mussten die Produktion einstellen und entsprechende Kürzungen beim Personal vornehmen. Häufig sind Brauereien auch durch die Schließung von Gastronomiebetrieben doppelt belastet. So zählen Gastronomien einerseits zu den wichtigen Kunden und andererseits führen viele Brauereien eigene Wirtschaften. Auch eine Verlagerung auf den privaten bzw. Heimkonsum kam kaum zustande, da durch die Kontaktbeschränkungen nahezu keine privaten Grill- und Gartenpartys oder Sportereignisse stattfanden.

Die Corona-Krise wird höchstwahrscheinlich auch im Jahr 2021 einen starken Effekt auf den deutschen Brauereimarkt haben und auch zahlreiche Insolvenzen verursachen. Überleben werden insbesondere die Brauereien, welche die Kosten effizient senken können und sich nachhaltig finanzieren können. Langfristig sollten hiervon die Brauereien profitieren, welche in diesem herausfordernden Marktumfeld überleben werden. Durch die Insolvenzen zahlreicher kleinerer Brauereien sollten die weiterhin bestehenden Brauereien ihren Marktanteil ausbauen können und andere Brauereien und Markenrechte günstig übernehmen können.

Wir gehen davon aus, dass die BHB Brauholding gut positioniert ist und mit dem Kapitalmarktzugang und der soliden Bilanz über nachhaltige Finanzierungsmöglichkeiten im Bereich Fremd- und Eigenkapital verfügt. Auch wenn das Jahr 2021 weiter von der Corona-Pandemie beeinflusst wird, gehen wir davon aus, dass die BHB Brauholding positiv und gestärkt aus der Corona-Krise hervorgehen kann.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2019	GJ 2020	GJ 2021e	GJ 2022e
Umsatzerlöse (brutto)	18,06	13,12	15,30	17,80
Biersteuer	-0,77	-0,65	-0,76	-0,87
Umsatzerlöse (netto)	17,29	12,46	14,54	16,93
Bestandsveränderung	0,08	-0,08	0,00	-0,02
Aktiviere Eigenleistungen	0,03	0,05	0,00	0,00
Sonstige betriebliche Erträge	0,01	0,11	0,55	0,05
Materialaufwand	-6,42	-4,90	-6,00	-6,41
Rohergebnis	10,99	7,64	9,09	10,55
Personalaufwand	-5,39	-4,15	-4,50	-5,40
Abschreibungen	-1,65	-1,58	-1,42	-1,40
sonstige betriebliche Aufwendungen	-3,48	-2,58	-2,85	-3,28
Betriebsergebnis	0,47	-0,68	0,32	0,47
Erträge aus Ausleihungen des Finanzvermögens	0,06	0,05	0,03	0,03
Ergebnis aus Beteiligungen an assoziierten Untern.	0,00	-0,02	-0,02	0,00
Zinserträge	0,00	0,00	0,00	-0,03
Abschreibungen auf Finanzanlagen	-0,01	-0,03	-0,02	-0,01
Zinsaufwendungen	-0,03	-0,03	-0,04	-0,04
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	0,48	-0,69	0,27	0,42
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-0,18	0,17	-0,08	-0,13
sonstige Steuern	-0,05	-0,05		-0,02
Jahresüberschuss	0,25	-0,57	0,19	0,28
EBITDA	2,11	0,90	1,74	1,87
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>11,7%</i>	<i>6,9%</i>	<i>11,4%</i>	<i>10,5%</i>
EBIT	0,46	-0,68	0,32	0,47
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>2,6%</i>	<i>-5,2%</i>	<i>2,1%</i>	<i>2,7%</i>
Ergebnis je Aktie in €	0,08	-0,18	0,06	0,09
Dividende je Aktie in €	0,00	0,00	0,04	0,06
Aktienzahl in Mio. Stück	3,10	3,10	3,10	3,10

Quelle: GBC

Geschäftsentwicklung 2020

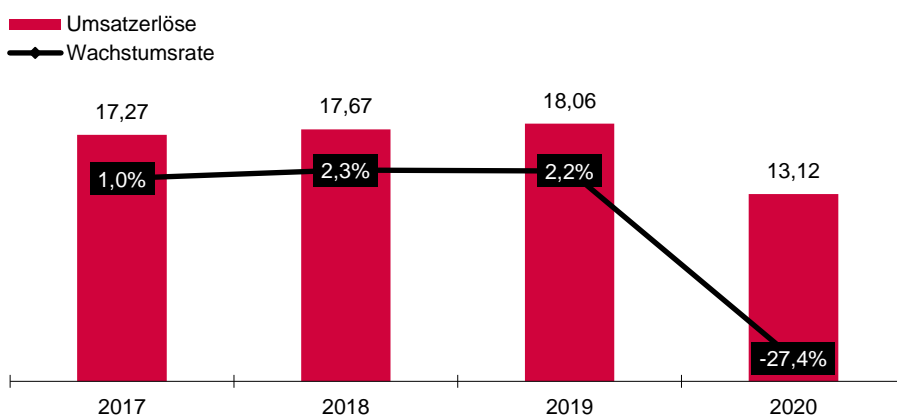
GuV (in Mio. €)	GJ 2018	GJ 2019	GJ 2020
Umsatzerlöse	17,67	18,06	13,12
EBITDA	1,98	2,11	0,90
EBITDA-Marge	11,2%	11,7%	6,9%
EBIT	0,40	0,46	-0,68
EBIT-Marge	2,3%	2,6%	-5,2%
Jahresüberschuss	0,22	0,25	-0,47
EPS in €	0,07	0,08	-0,15

Quelle: BHB, GBC

Umsatzentwicklung

Das Geschäftsjahr 2020 war bei der BHB Brauholding stark von der Corona-Pandemie geprägt. Die tiefgreifenden staatlichen Eingriffe während der Corona-Pandemie sind dabei mit erheblichen negativen Auswirkungen einhergegangen. Dementsprechend musste die BHB einen Gesamt-Getränkeabsatz Rückgang von 21,7% auf 173,2thl (VJ: 221,1 thl) hinnehmen. Folglich reduzierten sich die Brutto-Umsatzerlöse in einer ähnlichen Größenordnung um 27,3 % auf 13,12 Mio. € (VJ: 18,06 Mio. €). Der Hauptgrund für den starken Umsatzeinbruch waren die von der Regierung beschlossenen Hygiene-Regeln, die insbesondere die Gastronomie und Veranstaltungsbranche, zwei sehr wichtige Vertriebskanäle der BHB, hart getroffen haben. Die Gastronomie musste im vergangenen Jahr mehr als vier Monate schließen und konnte sonst nur einen eingeschränkten Service anbieten. Darüber hinaus wurden seit März 2020 alle Fest- und Sportveranstaltungen abgesagt. Zudem ist der Export, verursacht durch die Abschottungsmaßnahmen im März 2020, zeitweise nahezu zum Erliegen gekommen. Dementsprechend verzeichnete die BHB insbesondere im margenstarken Fassbier Markt einen deutlichen Einbruch. Der margenschwächere Flaschenbierabsatz konnte die gravierenden Umsatzverluste im Gastgewerbe naturgemäß nicht auffangen.

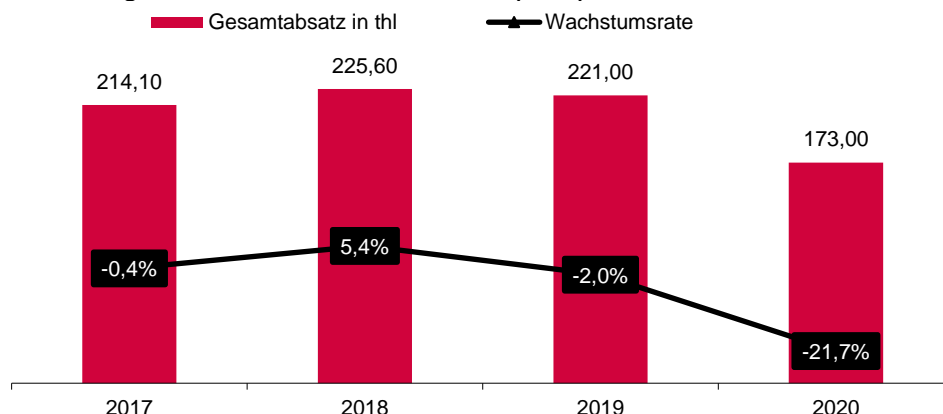
Entwicklung des Umsatzes (in Mio. €)



Quelle: BHB, GBC

Zudem lässt sich seit Jahren ein rückläufiger Bierkonsum in Deutschland beobachten. Das heutige Konsumverhalten und der fortschreitende demografische Wandel führen zu einem insgesamt geringeren Bierkonsum. Dennoch verursachte die Corona-Pandemie einen noch nie dagewesenen Rückgang der Absatzmenge und die deutschen Brauereien haben allein im Jahr 2020 einen Rückgang des Absatzvolumens in Höhe von -21,7 % hinnehmen müssen.

Entwicklung des Gesamt-Getränke-Absatzes (in thl)



Quelle: BHB, GBC

Grundsätzlich weist die BHB Brauholding eine im Vergleich zur rückläufigen Absatztendenz des Gesamtmarktes bessere Entwicklung auf. Im Jahr 2020 konnte sich aber die BHB den negativen Folgen der Pandemie nicht entziehen und verzeichnete einen Rückgang von 21,7 % auf 173,2 thl (VJ: 221,1 thl). Bezogen auf die Produkte gingen die Eigenprodukte (u.a. HERRNBRÄU Biere & Bernadett Brunnen) um 19,7 % und die Handelswaren (u.a. Biere & alkoholfreie Getränke) um 41,4 % zurück.

Besonders stark war der Gesamtabsatz im Bereich Gastronomie und Export betroffen. In der Gastronomie wurde ein Rückgang von 41,9 % verzeichnet. Ausschlaggebend in diesem Bereich waren die zeitweisen Schließungen aller Betriebe sowie der nur eingeschränkte Betrieb zwischen den Lockdowns. Im Bereich Export (Hektoliterabsatz nach Italien, Polen, Rumänien sowie China) wurde ein Absatzrückgang von 31,3 % verzeichnet. Darüber hinaus wurde im nationalen Handel ein Rückgang von 6,5 % verzeichnet.

Unabhängig von der Entwicklung der Corona-Pandemie und der Absatzzahlen bleibt aber die Qualität der Herrnbräubiere auf einem sehr hohen Niveau. Im Rahmen der Internationalen Qualitätsprüfung 2020 für Bier und Biermischgetränke hat die DLG (Deutsche Landwirtschafts-Gesellschaft) die Brauerei HERRNBRÄU aus Ingolstadt mit Gold-Medaillen für HERRNBRÄU Hell und HERRNBRÄU Hefeweißbier Hell für die hohe Qualität ihrer Produkte ausgezeichnet. Auch die zuletzt neu eingeführte Marke Bürgerliches Brauhaus Altbairisch Hell wurde mit der DLG-Gold-Medaille prämiert.

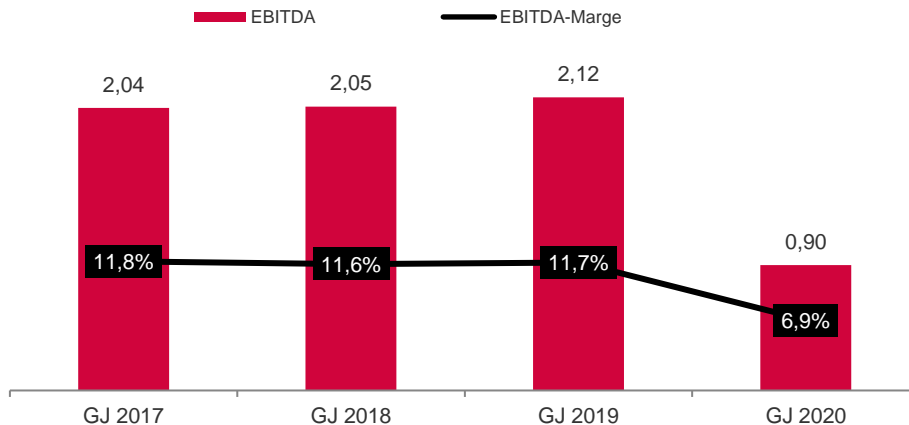


Quelle: Herrnbräu

Ergebnisentwicklung

Die Ergebnisseite entwickelte sich analog zum Umsatz. Folglich verzeichnete die BHB Brauholding im Geschäftsjahr 2020 einen EBITDA-Rückgang in Höhe von 59,1 % auf 0,90 Mio. € und entsprechend reduzierte sich die EBITDA-Marge auf 6,9 % (VJ: 11,7 %).

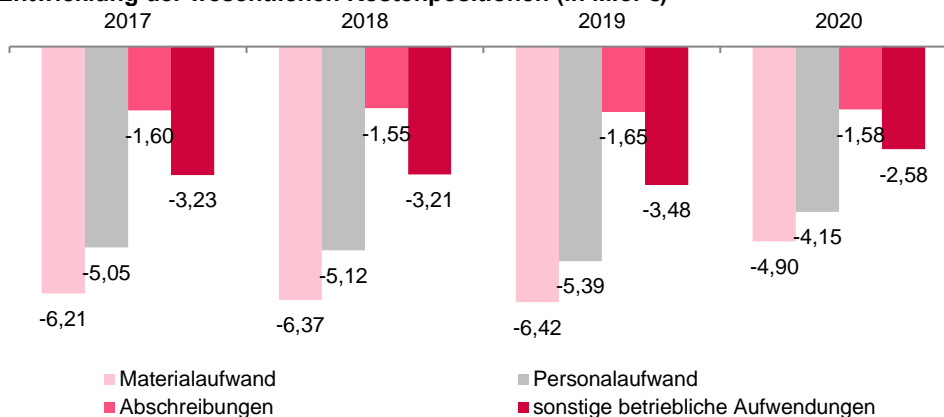
Entwicklung des EBITDA (in Mio. €) und der EBITDA-Marge (in %)



Quelle: BHB, GBC

Erwartungsgemäß haben sich die größtenteils variablen Materialaufwendung, analog und nahezu in gleicher Höhe zur geringeren Absatzmenge, deutlich um 23,6% auf 4,90 Mio. € (VJ: 6,42 Mio. €) gemindert. Zugleich hat das BHB-Management Maßnahmen ergriffen, die insbesondere mit einer Reduktion des Personalaufwands um 23,0 % auf 4,15 Mio. € (VJ: 5,39 Mio. €) einhergegangen sind. Es wurde dabei Kurzarbeit eingeführt, im geringen Umfang Stellen abgebaut und es sind insgesamt weniger Überstunden angefallen, die sonst zu einem höheren Personalaufwand führen. Dem entgegen steht im abgelaufenen Geschäftsjahr die jährliche Entgelterhöhung der Tarifverträge (Brauertarifvertrag +2,50 % seit 01. März 2020; Tarifverträge in der Erfrischungsgetränkeindustrie +2,6 % seit 01. Juni 2020). Des Weiteren konnten die sonstigen betrieblichen Aufwendungen ebenfalls deutlich um 25,9 % auf 2,58 Mio. € (VJ: 3,48 Mio. €) reduziert werden. Lediglich die Abschreibungen verblieben auf einem gleichbleibenden Niveau von 1,58 Mio. € (VJ: 1,65 Mio. €).

Entwicklung der wesentlichen Kostenpositionen (in Mio. €)

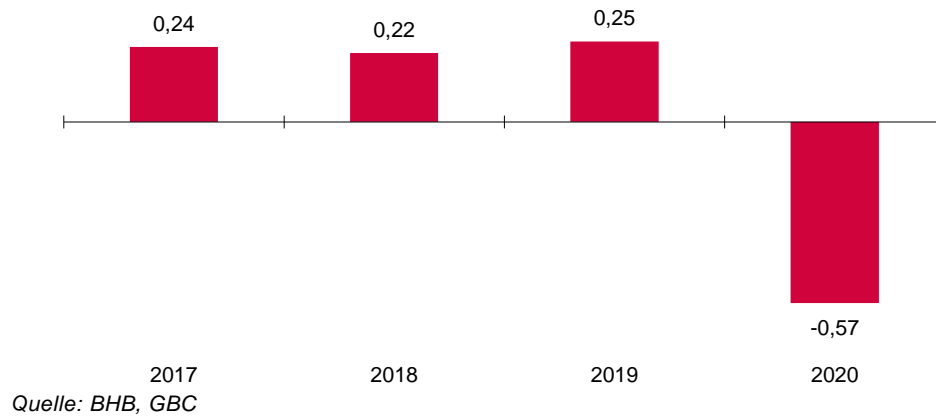


Quelle: BHB, GBC

Trotz des umsichtigen Handelns des Managements und der strikten Kostendisziplin wurde zum Jahresende ein Jahresfehlbetrag in Höhe von -0,57 Mio. € (VJ: 0,25 Mio. €) ausgewiesen. Im Jahr 2020 wurde aufgrund der Corona-Pandemie und deren schwer kalkulierbaren Folgen auf eine Gewinnausschüttung an die Aktionäre verzichtet. Der Bilanzgewinn

aus dem Geschäftsjahr 2019 wurde damit vollumfänglich in die Gewinnrückstellungen eingebucht. Nichtsdestotrotz musste die BHB Brauholding in ihrer langjährigen Unternehmenshistorie erstmals, aufgrund der Corona-Pandemie, einen Verlust verbuchen.

Entwicklung des Jahresüberschusses (in Mio. €)



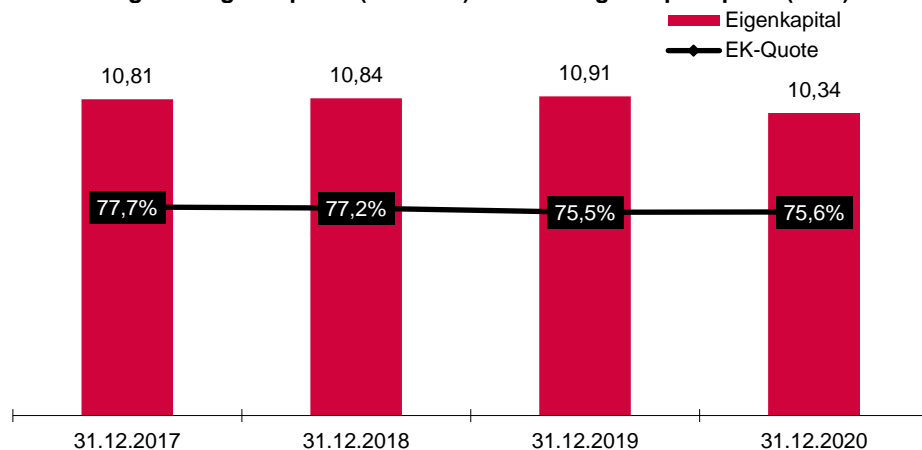
Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Eigenkapital	10,81	10,84	10,91	10,34
EK-Quote (in %)	77,7%	77,2%	75,5%	75,6%
Operatives Anlagevermögen	6,53	6,72	7,03	6,68
Working Capital	1,44	1,28	1,36	1,90
Operativer Cashflow	1,15	2,31	1,88	0,39
Investitions-Cashflow	-1,14	-2,02	-1,78	-0,89
Finanzierungs-Cashflow	-0,03	-0,29	0,01	0,50

Quelle: BHB, GBC

Das Eigenkapital verblieb trotz des herausfordernden Geschäftsjahres 2020 auf einem unverändert hohen Niveau. Zum Bilanzstichtag am 31.12.2020 belief sich das Eigenkapital auf 10,34 Mio. € (VJ: 10,91 Mio. €), was einer Eigenkapitalquote von 75,6 % (31.12.2019: 75,5 %) entspricht. Die stabile Eigenkapitalquote konnte einerseits durch das umsichtige Handeln in der Corona-Pandemie und einer guten Kostendisziplin sowie durch den Verzicht einer Dividendenzahlung im Jahr 2020 erreicht werden.

Entwicklung des Eigenkapitals (in Mio. €) und der Eigenkapitalquote (in %)



Quelle: BHB, GBC

Neben der weiterhin hohen Eigenkapitalquote verfügt das Unternehmen auch über ausreichend Liquidität. Der Kassenbestand liegt zum 31.12.2020 bei 0,97 Mio. € (31.12.2019: 0,97 Mio. €). Dies liegt auch daran, dass auf der Hauptversammlung beschlossen wurde den Bilanzgewinn des Geschäftsjahres 2019 nicht als Dividende auszuschütten, sondern in die anderen Gewinnrücklagen einzustellen.

Besonders hervorzuheben ist, dass trotz der schwierigen Geschäftsbedingungen und des deutlichen Umsatzrückgangs im Jahr 2020 ein positiver operativer Cashflow erzielt wurde. Der operative Cashflow betrug zum Ende des Geschäftsjahres 1,15 Mio. € (VJ: 2,31 Mio. €).

Zudem hat die BHB Brauholding den großen Vorteil, am Kapitalmarkt gelistet zu sein und könnte jederzeit, sofern dies notwendig wäre, weiteres Kapital am Kapitalmarkt aufnehmen. So verfügt das Unternehmen noch über ein genehmigtes Kapital in Höhe von 0,62 Mio. € (Ermächtigung läuft bis zum 04.07.2024).

Somit sollte das Unternehmen unseres Erachtens gut aufgestellt sein, um durch die Corona-Krise zu kommen. Auch, wenn sich die Pandemie in die zweite Jahreshälfte 2021 reinziehen sollte.

Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2020	GJ 2021e	GJ 2022e
Umsatzerlöse	13,12	15,30	17,80
EBITDA	0,90	1,74	1,87
EBITDA-Marge	6,9%	11,4%	10,5%
EBIT	-0,68	0,32	0,48
EBIT-Marge	-5,2%	2,1%	2,7%
Jahresüberschuss	-0,57	0,19	0,28
EPS in €	-0,18	0,06	0,09

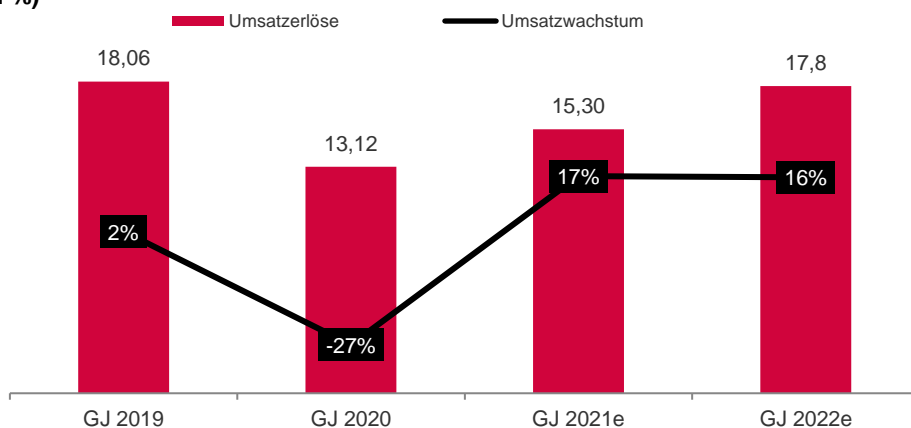
Quelle: GBC

Umsatzprognosen

Wir gehen davon aus, dass das Unternehmen auch im Jahr 2021 von der Corona-Krise betroffen sein wird, jedoch in einem deutlich schwächeren Umfang als im Jahr 2020. Diesbezüglich erwarten wir im weiteren Jahresverlauf mit der voranschreitenden Durchimpfung der Gesellschaft und mit einer abnehmenden Inzidenzzahl weitere Lockerungen, wie z.B. Öffnung der Gastronomie und Biergärten.

Die BHB Brauholding erwartet für das Geschäftsjahr 2021 unter Berücksichtigung der weiteranhaltenden Corona-Pandemie einen Gesamt-Getränkeabsatz von rund 191 tHl mit einer Prognosebandbreite von +5%/-5% und Brutto-Umsatzerlösen von mehr als 15,3 Mio. € mit einer Bandbreite von +5%/-5%. Unseres Erachtens handelt es sich hierbei um ein realistisches Szenario. Besonders vor dem Hintergrund der schwer zu prognostizierenden weiteren Entwicklung der Corona-Pandemie und den damit einhergehenden Einschränkungen. Wir erwarten demzufolge Brutto-Umsatzerlöse von 15,30 Mio. € im Jahr 2021, gefolgt von 17,80 Mio. € für das Jahr 2022. Im Jahr 2022 erwarten wir nur noch sehr geringe bzw. nur in den ersten Monaten noch negative Corona-Effekte auf den Bierabsatz. Darüber hinaus könnten im Jahresverlauf Aufholeffekte einen positiven Effekt auf den Bierkonsum haben.

Erwartete Entwicklung der Brutto-Umsatzerlöse (in Mio. €) und der Wachstumsrate (in %)



Quelle: GBC

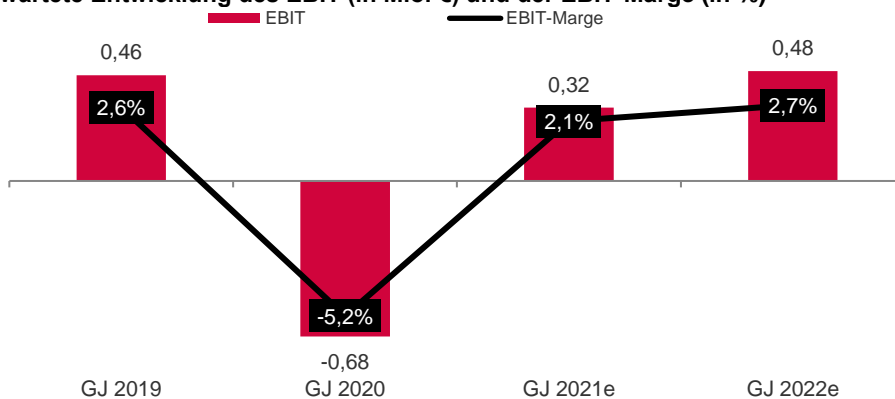
Der Absatzmarkt der BHB Brauholding wird unseres Erachtens, wie bereits der Großteil des vergangenen Jahres, stark von der Corona-Pandemie geprägt sein. Hier insbesondere die Absatzkanäle Gastronomie und Fest- und Sportveranstaltungen mit den margenstärkeren Fassbierumsätzen. Andererseits wird die wettbewerbsintensive Ausgangslage der vergangenen Jahre auf dem Biermarkt weiter zunehmen, zumal durch die Folgen der Corona-Pandemie einige Brauereien in finanzielle Schieflage geraten sind, welche zu einer weiteren Marktkonsolidierung führen könnte.

Auch wenn die Corona-Krise die Braubranche und auch die BHB Brauholding stark trifft, könnte das Unternehmen als Gewinner aus der Krise hervorgehen. Da das Unternehmen neben einer soliden Finanzstruktur über einen Kapitalmarktzugang verfügt und ein breites Aktionariat hat.

Ergebnisprognosen

Unter Berücksichtigung der weiter schwer kalkulierbaren Rahmenbedingungen rechnet die BHB Brauholding für das Geschäftsjahr 2021 mit einer Ergebnis-Bandbreite von 2,1% bis 2,4%, was einem EBIT zwischen 0,32 Mio. € und 0,37 Mio. € entsprechen würde. Da die BHB Brauholding auch im laufenden Geschäftsjahr mit Umsatzeinbußen im Vergleich zu den Referenzmonaten im Jahr 2019 zu rechnen hat, erwarten wir, dass durch gewährte staatliche Sonderzahlungen (Überbrückungshilfen III) sich ein einmaliger Sondereffekt ergibt, der das EBIT positiv beeinflussen sollte. Durch die steigenden Umsatzerlöse und den Einmaleffekt (Überbrückungshilfe III) dürfte sich das EBIT im Jahr 2021 deutlich vom Vorjahresergebnis absetzen. Für das laufende Jahr prognostizieren wir ein EBIT in Höhe von 0,32 Mio. € mit einer EBIT-Marge von 2,1 %, welche sich am unteren Ende der Guidance befindet. Jedoch gehen wir davon aus, dass sobald die Corona-Pandemie überwunden ist, die BHB Brauholding wieder schnell auf das nachhaltige Margenniveau von vor Corona-Zeiten zurückkehren wird.

Erwartete Entwicklung des EBIT (in Mio. €) und der EBIT-Marge (in %)



Quelle: GBC

Sobald es die pandemische Situation zulässt, gehen wir davon aus, dass die BHB Brauholding durch die strategische Ausrichtung des Vertriebes sowie insbesondere von dem weiterhin intakten Kundenstamm im In- und Ausland profitieren kann. Zudem lässt sich durch die solide Finanzierungsstruktur, der Standort in einer der wachstumsstärksten Regionen Deutschlands und die hohe Qualität der Produkte eine starke Erholung nach der Corona-Pandemie für das Geschäft erwarten.

Nach Ausbruch der Corona-Pandemie im Jahr 2020 wurde zur Wahrung der Liquidität die Dividendenzahlung ausgesetzt. Wir erwarten, dass die BHB Brauholding auch im Jahr 2021 auf eine Dividendenzahlung verzichten wird und die finanziellen Mittel für das laufende Geschäft und zur weiteren Sicherung der Liquidität verwendet. Aus unserer Sicht dürfte das Unternehmen nach der Rückkehr zu den nachhaltigen Margen von vor Corona-Zeiten, die gewohnte Dividendenpolitik wieder aufnehmen. Wir erwarten, dass das Aktionariat ab dem Jahr 2022 durch eine Dividendenzahlung von 0,04 € pro Aktie sowie im Jahr 2023 eine Dividendenzahlung von 0,06 € pro Aktie wieder am Erfolg der Geschäftsentwicklung partizipieren wird.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die BHB Brauholding AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2021 bis 2022 in Phase 1, erfolgt von 2023 bis 2028 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 1,5%. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 10,53 % (bisher: 11,4 %) angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 1,5 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der BHB Brauholding AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 0,25 % (bislang: 1,00 %).**

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 0,89 (bisher: 0,89).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 5,2 % (bisher: 5,9 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 5,2 % (bisher: 5,9%).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 5,2% errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2021 entspricht als **Kursziel 3,55 € (bisher: 3,80 €)**. Die Kurszielreduktion ist eine Folge unserer reduzierten Prognosen. Dem steht zwar ein kurszielerhöhender Effekt aus den niedrigeren Kapitalkosten gegenüber, die Prognosereduktion konnte damit aber nicht kompensiert werden.

DCF-MODELL

BHB Brauholding Bayern-Mitte AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	1,5%	ewiges Umsatzwachstum	1,5%
EBITDA-Marge	10,5%	ewige EBITA - Marge	3,3%
AFA zu operativen Anlagevermögen	21,4%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	9,6%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	15,30	17,80	18,07	18,35	18,64	18,92	19,21	19,51	
US Veränderung	16,7%	16,3%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
US zu operativen Anlagevermögen	2,29	2,64	2,65	2,73	2,80	2,87	2,93	2,99	
EBITDA	1,74	1,87	1,90	1,93	1,96	1,99	2,02	2,05	
EBITDA-Marge	11,4%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	
EBITA	0,32	0,47	0,46	0,48	0,52	0,57	0,61	0,65	
EBITA-Marge	2,1%	2,7%	2,5%	2,6%	2,8%	3,0%	3,2%	3,3%	3,3%
Steuern auf EBITA	-0,10	-0,16	-0,14	-0,14	-0,16	-0,17	-0,18	-0,20	
zu EBITA	30,0%	34,7%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	0,22	0,31	0,32	0,33	0,37	0,40	0,43	0,46	
Kapitalrendite	2,6%	3,6%	3,8%	3,9%	4,3%	4,7%	5,1%	5,4%	5,5%
Working Capital (WC)	1,80	1,70	1,73	1,75	1,78	1,81	1,83	1,86	
WC zu Umsatz	11,8%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	
Investitionen in WC	0,10	0,10	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	6,69	6,75	6,81	6,72	6,65	6,60	6,56	6,52	
AFA auf OAV	-1,42	-1,40	-1,44	-1,46	-1,44	-1,42	-1,41	-1,40	
AFA zu OAV	21,2%	20,7%	21,4%	21,4%	21,4%	21,4%	21,4%	21,4%	
Investitionen in OAV	-1,43	-1,46	-1,50	-1,37	-1,37	-1,37	-1,37	-1,37	
Investiertes Kapital	8,49	8,45	8,54	8,48	8,43	8,41	8,39	8,39	
EBITDA	1,74	1,87	1,90	1,93	1,96	1,99	2,02	2,05	
Steuern auf EBITA	-0,10	-0,16	-0,14	-0,14	-0,16	-0,17	-0,18	-0,20	
Investitionen gesamt	-1,33	-1,36	-1,53	-1,40	-1,40	-1,40	-1,40	-1,40	
Investitionen in OAV	-1,43	-1,46	-1,50	-1,37	-1,37	-1,37	-1,37	-1,37	
Investitionen in WC	0,10	0,10	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,32	0,35	0,24	0,39	0,41	0,42	0,44	0,46	9,20

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	8,67	8,77
Barwert expliziter FCFs	2,20	1,96
Barwert des Continuing Value	6,47	6,81
Nettoschulden (Net debt)	-2,32	-2,50
Wert des Eigenkapitals	10,99	11,27
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	10,99	11,27
Ausstehende Aktien in Mio.	3,10	3,10
Fairer Wert der Aktie in EUR	3,55	3,63

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	0,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	0,89
Eigenkapitalkosten	5,2%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	3,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	5,2%

Kapitalrendite	WACC				
	4,6%	4,9%	5,2%	5,5%	5,8%
5,0%	3,73	3,49	3,29	3,11	2,97
5,3%	3,90	3,63	3,42	3,23	3,08
5,5%	4,06	3,78	3,55	3,35	3,18
5,8%	4,22	3,92	3,68	3,47	3,29
6,0%	4,38	4,07	3,81	3,59	3,40

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10\%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10\%$ und $< + 10\%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10\%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3% der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Kristina Bauer, Email: bauer@gbc-ag.de

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Felix Haugg, B.A., Finanzanalyst

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), stellvertr. Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG

Halderstraße 27

D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0

Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de